

东方雨虹 (002271)

证券研究报告

2022年08月23日

C端持续超预期，看好龙头中长期成长价值

收入保持平稳，零售端逆势增长，维持“买入”评级

8月22日晚公司发布22年中报，22H1公司实现收入153.1亿元，同比+7.6%，归母净利润9.7亿元，同比-37.1%，实现扣非归母净利润8.9亿元，同比-38.5%，其中22Q2单季度实现收入90.0亿元，同比+1.7%，实现归母净利润6.5亿元，同比-47.7%，业绩承压主要受到疫情反复、房地产投资下行和沥青等原材料价格大幅上涨的影响，而零售端的持续高速发展及德爱威涂料、特种砂浆粉料等非防水业务仍然保持较快的增长趋势。各一体化公司属地经营、渠道下沉，通过聚焦本土市场的非房业务，为公司收入的平稳增长奠定了基础，维持“买入”评级。

多领域布局持续推进，民建业务增长大超预期

按产品看，公司22H1防水材料销售收入126.7亿元，同比+8.6%，其中卷材71.0亿元，同比+1.1%；涂料55.7亿元，同比+19.9%，防水工程施工收入14.4亿元，同比+0.7%，保温、无纺布等其他业务实现收入6.0亿元，同比+6.3%，材料销售6.0亿元，同比+5.5%，多领域布局持续推进。22H1民建集团实现收入32.6亿元，同比+83%，大幅超我们与市场预期，主要系公司积极实施渠道下沉策略，增加渠道密度，截止22H1末，经销商已近4000家，分销网点15万余家，分销门头3万余家，零售端业务进入快速增长新阶段，22H1德爱威建筑涂料零售实现收入3.5亿，同比+47%。

原材料端压力有望缓解，现金流有所承压

22H1公司毛利率26.9%，同比-4.7pct，主要受到上半年沥青等原材料涨价的影响，考虑到公司上半年对部分产品实施涨价战略，我们预计下半年原材料端涨价的压力有望缓解。22H1公司期间费用率16.4%，同比提升1.2pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.67/+0.55/+0.22/-0.21pct，22H1公司净利率6.19%，同比-4.56pct。22H1公司CFO净额-69.8亿元，同比多流出34.9亿元，主要系沥青原材料采购及其他应付款同比增加较多的影响，22H1公司收现比84.97%，同比-3.46pct，付现比119.52%，同比+13.53pct，21H1公司计提资产(含信用)减值损失5.25亿元，占收入的比重同比提升0.08pct至3.43%。

多元化布局持续推进，维持“买入”评级

我们认为随着下游客户集中度提升，叠加品牌、服务、渠道、成本优势加强，公司在防水行业市占率有望持续提升，同时公司在民用建材、涂料、保温、砂浆、修缮等多元化业务布局方面也走在行业前列。考虑到疫情和地产下行对业绩造成一定压力，我们调整22-24年归母净利润预测为40.7/52.9/68.4亿元(前值52.8/65.0/79.8亿元)，参考可比公司22年23.54倍平均PE，考虑到公司龙头地位以及新业务的快速放量，认可给予公司22年25倍PE，目标价40.25元，维持“买入”评级。

风险提示：房地产新开工大幅低于预期，油价及沥青价格大幅反弹，现金流大幅恶化。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,730.37	31,934.20	37,096.71	45,035.62	54,701.77
增长率(%)	19.70	46.96	16.17	21.40	21.46
EBITDA(百万元)	5,543.03	6,160.46	6,390.27	7,862.21	9,369.91
归属母公司净利润(百万元)	3,388.87	4,204.70	4,067.51	5,288.09	6,840.57
增长率(%)	64.03	24.07	(3.26)	30.01	29.36
EPS(元/股)	1.34	1.67	1.61	2.10	2.71
市盈率(P/E)	26.21	21.12	21.84	16.80	12.98
市净率(P/B)	6.08	3.38	3.00	2.67	2.34
市销率(P/S)	4.09	2.78	2.39	1.97	1.62
EV/EBITDA	15.72	19.41	11.58	8.89	7.12

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	31.74元
目标价格	40.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,519.64
流通A股股本(百万股)	1,978.57
A股总市值(百万元)	79,973.36
流通A股市值(百万元)	62,799.88
每股净资产(元)	10.42
资产负债率(%)	42.47
一年内最高/最低(元)	53.18/31.73

作者

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



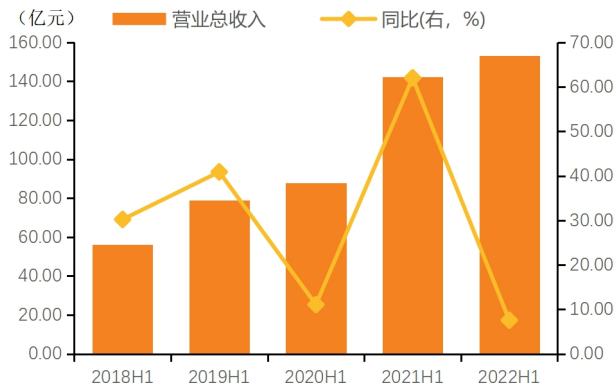
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《东方雨虹-季报点评:收入维持高速增长，逆势彰显龙头本色》 2022-04-28
- 《东方雨虹-年报点评报告:龙头逆势高速增长，多元化布局持续推进》 2022-04-12
- 《东方雨虹-公司点评:净利润强势增长，彰显龙头本色》 2022-01-15

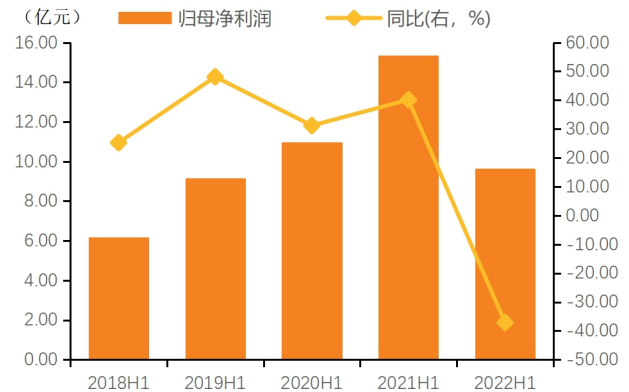
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1: 公司 2018H1-2022H1 营收及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 2: 公司 2018H1-2022H1 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002372.SZ	伟星新材	332	20.86	0.75	0.77	0.90	1.08	27.81	27.09	23.18	19.31
603737.SH	三棵树	362	96.08	1.87	-1.11	2.54	4.09	51.38	-86.56	37.83	23.49
300737.SZ	科顺股份	128	10.81	1.46	0.58	0.87	1.16	7.40	18.64	12.43	9.32
300715.SZ	凯伦股份	58	15.14	1.63	0.18	0.73	0.97	9.29	84.11	20.74	15.61
	平均							23.97	10.82	23.54	16.93
002271.SZ	东方雨虹	888	35.25	1.34	1.67	1.61	2.10	26.21	21.12	21.84	16.80

注: 数据截至 20210822 收盘, 除东方雨虹 22-23 年为天风预测外, 其余公司 22-23 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,015.75	16,446.31	12,444.78	15,714.02	19,232.41
应收票据及应收账款	7,651.44	10,421.40	14,309.74	15,714.00	20,753.84
预付账款	448.80	1,096.95	753.02	1,454.40	1,242.25
存货	1,199.14	1,420.55	1,501.99	1,842.30	2,020.59
其他	2,169.07	3,507.81	4,583.43	8,154.47	5,857.58
流动资产合计	17,484.21	32,893.01	33,592.96	42,879.20	49,106.68
长期股权投资	165.91	186.65	186.65	186.65	186.65
固定资产	4,755.15	5,609.59	5,111.79	4,613.99	4,116.19
在建工程	711.60	2,093.95	2,093.95	2,093.95	2,093.95
无形资产	1,491.34	1,653.57	1,611.34	1,569.11	1,526.88
其他	1,335.22	4,594.07	2,984.94	3,765.30	3,368.43
非流动资产合计	8,459.22	14,137.84	11,988.67	12,229.00	11,292.10
资产总计	27,846.65	49,733.23	45,581.63	55,108.19	60,398.79
短期借款	2,524.67	6,127.83	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,643.31	5,943.08	5,201.22	8,290.67	8,072.21
其他	3,886.75	5,816.40	9,772.74	12,468.53	13,203.78
流动负债合计	10,054.73	17,887.31	14,973.96	20,759.19	21,275.99
长期借款	421.70	1,103.75	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	461.50	835.00	648.25	741.62	694.94
非流动负债合计	883.20	1,938.74	648.25	741.62	694.94
负债合计	13,015.67	23,049.57	15,622.20	21,500.82	21,970.93
少数股东权益	216.60	389.27	387.96	397.24	409.24
股本	2,349.16	2,521.20	2,519.64	2,519.64	2,519.64
资本公积	2,791.72	10,794.55	10,794.55	10,794.55	10,794.55
留存收益	9,849.36	13,296.99	16,509.89	20,211.56	24,999.96
其他	(375.86)	(318.35)	(252.63)	(315.61)	(295.53)
股东权益合计	14,830.98	26,683.66	29,959.42	33,607.38	38,427.86
负债和股东权益总计	27,846.65	49,733.23	45,581.63	55,108.19	60,398.79

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,386.81	4,213.31	4,067.51	5,288.09	6,840.57
折旧摊销	485.82	518.24	540.03	540.03	540.03
财务费用	260.62	56.61	(53.99)	(152.44)	(189.18)
投资损失	(207.70)	(21.32)	(73.00)	(65.70)	(59.13)
营运资金变动	(542.88)	(4,197.49)	(628.72)	(878.07)	(1,808.20)
其它	569.03	3,545.33	3.60	18.77	22.93
经营活动现金流	3,951.70	4,114.68	3,855.43	4,750.68	5,347.02
资本支出	1,542.83	2,618.97	186.75	(93.37)	46.69
长期投资	165.91	20.74	0.00	0.00	0.00
其他	(3,452.50)	(8,290.38)	(124.25)	148.05	0.86
投资活动现金流	(1,743.76)	(5,650.66)	62.50	54.67	47.55
债权融资	(2,118.81)	3,781.11	(7,129.36)	117.27	161.05
股权融资	1,232.94	7,479.87	(790.10)	(1,653.39)	(2,037.23)
其他	67.78	(461.77)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(818.10)	10,799.21	(7,919.46)	(1,536.12)	(1,876.18)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,389.83	9,263.22	(4,001.54)	3,269.24	3,518.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,730.37	31,934.20	37,096.71	45,035.62	54,701.77
营业成本	13,680.83	22,184.43	26,051.60	31,380.13	38,154.02
营业税金及附加	185.90	212.50	222.58	270.21	328.21
销售费用	1,787.69	2,217.74	2,522.58	3,062.42	3,719.72
管理费用	1,260.58	1,644.55	1,891.93	2,296.82	2,789.79
研发费用	463.65	559.31	649.73	788.77	958.07
财务费用	379.86	231.84	(53.99)	(152.44)	(189.18)
资产/信用减值损失	(263.85)	(264.98)	(1,013.70)	(1,013.70)	(613.00)
公允价值变动收益	0.89	(49.58)	5.25	5.51	5.79
投资净收益	207.70	21.32	73.00	65.70	59.13
其他	(176.38)	78.83	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	4,203.51	5,098.24	4,876.83	6,447.21	8,393.06
营业外收入	13.76	20.27	54.84	15.00	15.00
营业外支出	61.96	18.34	10.00	45.00	45.00
利润总额	4,155.32	5,100.16	4,921.67	6,417.21	8,363.06
所得税	768.51	886.85	855.81	1,115.87	1,505.35
净利润	3,386.81	4,213.31	4,065.86	5,301.35	6,857.71
少数股东损益	(2.06)	8.61	(1.65)	13.25	17.14
归属于母公司净利润	3,388.87	4,204.70	4,067.51	5,288.09	6,840.57
每股收益 (元)	1.34	1.67	1.61	2.10	2.71

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	19.70%	46.96%	16.17%	21.40%	21.46%
营业利润	60.34%	21.29%	-4.34%	32.20%	30.18%
归属于母公司净利润	64.03%	24.07%	-3.26%	30.01%	29.36%
获利能力					
毛利率	37.04%	30.53%	29.77%	30.32%	30.25%
净利率	15.60%	13.17%	10.96%	11.74%	12.51%
ROE	23.19%	15.99%	13.75%	15.92%	17.99%
ROIC	38.74%	41.56%	30.56%	35.29%	47.06%
偿债能力					
资产负债率	46.74%	46.35%	34.27%	39.02%	36.38%
净负债率	-18.00%	-34.06%	-40.95%	-46.34%	-49.76%
流动比率	1.60	1.69	2.24	2.07	2.31
速动比率	1.50	1.62	2.14	1.98	2.21
营运能力					
应收账款周转率	2.96	3.53	3.00	3.00	3.00
存货周转率	13.52	24.38	25.39	26.93	28.32
总资产周转率	0.86	0.82	0.78	0.89	0.95
每股指标 (元)					
每股收益	1.34	1.67	1.61	2.10	2.71
每股经营现金流	1.57	1.63	1.53	1.89	2.12
每股净资产	5.80	10.44	11.74	13.18	15.09
估值比率					
市盈率	26.21	21.12	21.84	16.80	12.98
市净率	6.08	3.38	3.00	2.67	2.34
EV/EBITDA	15.72	19.41	11.58	8.89	7.12
EV/EBIT	17.19	21.12	12.65	9.55	7.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com